

万里扬(002434)

点评报告

行业公司研究——汽车零部件II行业

证券研究报告

CVT 放量，驱动收入端改善加速

——万里扬 2019 季报点评

✉ : 黄细里 执业证书编号: S1230518050001
☎ : 021-80106011
✉ : huangxili@stocke.com.cn

报告导读

2019Q3 累计营收 32.9 亿元同比+1.95%，Q3 同比+13.2%环比+8.25%；2019Q3 累计归母净利润 3.48 亿元同比-5.36%，Q3 同比+30.6%环比持平，Q3 业绩基本符合我们前期测算预期。

投资要点

□ CVT 放量是驱动 Q3 收入端同比环比均实现改善主因

2019Q3 累计狭义乘用车产量同比-13.9%，Q3 同比-8%环比+7.9%。2019Q3 累计吉利产量同比-13.3%，其中 Q3 同比-15%环比+9.3%。2019Q3 累计奇瑞汽车产量同比+5.9%，其中 Q3 同比+10%环比+14.9%。在这样背景下公司收入端之所以能够进入持续改善通道，主因：CVT 切入吉利供应链五款车型且陆续放量，符合我们测算预期。商用车变速器中 G 系列受益国六排放标准实施配套比例逐步提升，有效抵消轻卡治理超载带来的影响，进一步助力收入端增长。展望四季度公司收入端同比增速有望继续加速：1) 受行业需求复苏，奇瑞+吉利产量有望改善，加上公司 CVT 配套车型增加+爬坡放量，自动变速器业务将进一步加速。2) G 系列带动下商用车变速器环比继续改善。

□ 内部管控效果显著，毛利率改善仍值得期待

2019Q3 期间费用率 11.03%，环比下降 6 个百分点，同比下降 2.35 个百分点，得益于公司加强内部管控，销售/管理/财务费用率同时下降。2019Q3 毛利率 19.62%，环比下降 4.8 个百分点，同比下降 0.33 个百分点。可能原因在于产能利用率仍处于较低水平+产品配套结构。展望未来：内控加强下期间费用率有望继续稳中微降，毛利率随着产能利用率提升+零部件自制率提升，有望改善。

□ CVT 放量逻辑正在逐步验证，维持“买入”评级

预计 2019-2021 年归母净利润分别为：5/6.7/8.5 亿元，同比增速 43%，34%，27%，EPS 为 0.37/0.5/0.64 元，对应 PE 为 22/16/13 倍。继续看好公司 CVT 变速器业务的持续放量逻辑，业绩有望持续加速，维持“买入”评级。

风险提示：折旧上升幅度超出预期；原材料上涨幅度超出预期。

财务摘要

[table_predict]

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	4371	4765	6199	7524
(+/-)	-13.11%	9.02%	30.09%	21.38%
净利润	352	501	671	852
(+/-)	-45.33%	42.37%	34.04%	26.96%
每股收益(元)	0.26	0.37	0.50	0.64
P/E	31.17	21.90	16.34	12.87

评级

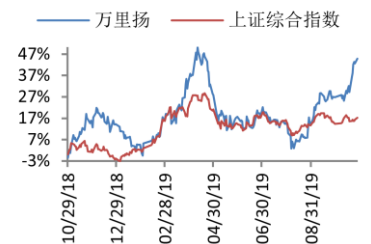
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 8.18

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.08
2Q/2019	0.09
1Q/2019	0.09
4Q/2018	-0.01



公司简介

相关报告

- 1《20190826 万里扬中报点评：“CVT+G 系列”驱动收入端 Q2 改善》2019.08.26
- 2《万里扬公告点评：CVT25 成功切入吉利+奇瑞，放量可期》2019.06.04
- 3《万里扬 2019 一季报点评：毛利率改善》2019.04.25
- 4《万里扬 2018 年报点评：最差时刻或已过》2019.04.22
- 5《万里扬深度报告：CVT 渐入收获，业绩将迎反转》2019.04.15

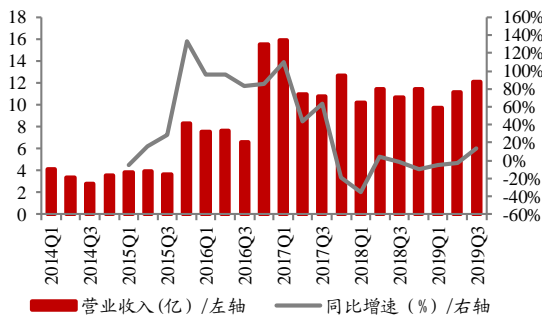
报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

1. CVT 放量是驱动 Q3 收入端同比环比均实现改善主因

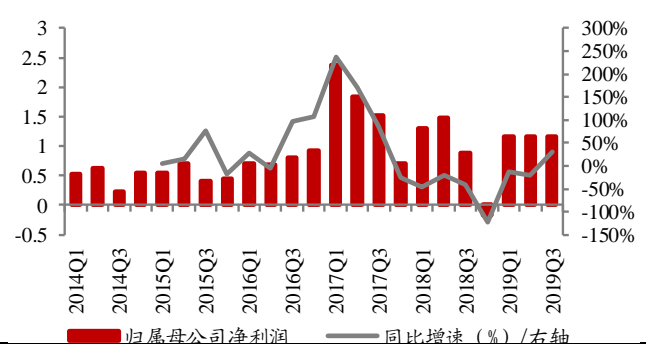
2019Q3 累计狭义乘用车产量同比-13.9%，Q3 同比-8%环比+7.9%。2019Q3 累计吉利产量同比-13.3%，其中 Q3 同比-15%环比+9.3%。2019Q3 累计奇瑞汽车产量同比+5.9%，其中 Q3 同比+10%环比+14.9%。在这样背景下公司收入端之所以能够进入持续改善通道，主因：CVT 切入吉利供应链五款车型且陆续放量。商用车变速器中 G 系列受益国六排放标准实施配套比例逐步提升，有效抵消轻卡治理超载带来的影响，进一步助力收入端增长。展望四季度公司收入端同比增速有望继续加速：1) 受行业需求复苏，奇瑞+吉利产量有望改善，加上公司 CVT 配套车型增加+爬坡放量，自动变速器业务将进一步加速。2) G 系列带动下商用车变速器环比继续改善。

图 1：2019Q3 万里扬收入同比增长 13.2%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 2：2019Q3 万里扬归母净利润同比增长 30.6%

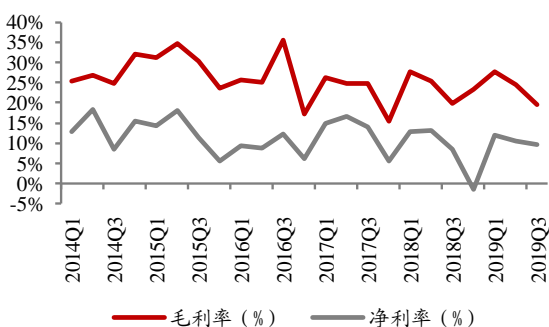


资料来源：wind，浙商证券研究所

1. 内部管控效果显著，毛利率改善仍值得期待

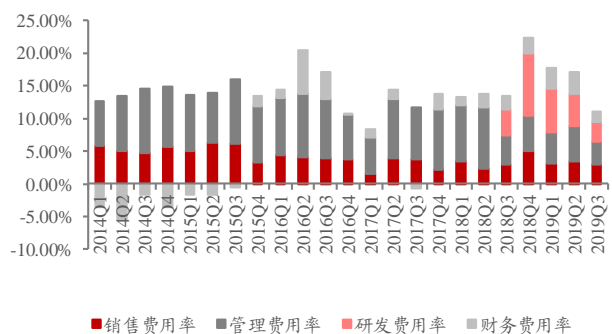
2019Q3 期间费用率 11.03%，环比下降 6 个百分点，同比下降 2.35 个百分点，得益于公司加强内部管控，销售/管理/财务费用率同时下降。2019Q3 毛利率 19.62%，环比下降 4.8 个百分点，同比下降 0.33 个百分点。可能原因在于产能利用率仍处于较低水平+产品配套结构。展望未来：内控加强下期间费用率有望继续稳中微降，毛利率随着产能利用率提升+零部件自制率提升，有望改善。

图 3：2019Q3 万里扬毛利率和净利率环比下降



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 4：2019Q3 万里扬期间费用率环比继续下降



资料来源：wind，浙商证券研究所

2. 产能利用率提升+费用管控+新增转固放缓，Q3 盈利能力环比改善

2019Q3 归母净利率 9.55%，环比增加 1.44 个百分点，同比减少 3.51 个百分点。1) 产能利用率提升带来毛利率环比改善。2019Q3 毛利率 26.4%，环比增加 0.61 个百分点，同比减少 1.64 个百分点。2) 费用管控加强。2019Q3 期

间费用率 14.8%，环比减少 0.91 个百分点，同比增加 1.22 个百分点。3) 在建工程转固放缓导致 Q3 新增折旧压力减小。2019Q3 固定资产环比+1%，在建环比+7.2%。预计随着下游需求复苏，公司 2019Q4 净利润同比有望实现转正

3. CVT 放量逻辑正在逐步验证，维持“买入”评级

预计 2019-2021 年归母净利润分别为：5/6.7/8.5 亿元，同比增速 43%，34%，27%，EPS 为 0.37/0.5/0.64 元，对应 PE 为 22/16/13 倍。继续看好公司 CVT 变速器业务的持续放量逻辑，业绩有望持续加速，维持“买入”评级。

4. 风险提示

折旧上升幅度超出预期；原材料上涨幅度超出预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4011	4055	5053	6417	营业总收入	4371	4765	6199	7524
现金	660	400	400	789	营业成本	3316	3518	4701	5770
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	43	42	55	67
应收账款	2142	2335	3038	3688	营业费用	150	167	186	203
其它应收款	101	110	144	174	管理费用	199	214	236	226
预付账款	46	48	66	80	研发费用	258	243	248	286
存货	807	904	1113	1418	财务费用	85	90	82	68
其他	255	257	292	268	资产减值损失	49	0	0	0
非流动资产	5834	5834	5877	5906	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	30	30	30	30	投资净收益	31	0	0	0
长期投资	363	367	350	360	其他经营收益	122	100	100	100
固定资产	1674	1689	1690	1669	营业利润	425	590	791	1005
无形资产	586	527	476	432	营业外收支	-1	0	0	0
在建工程	772	893	995	1076	利润总额	424	590	791	1005
其他	2409	2329	2336	2340	所得税	71	89	119	151
资产总计	9845	9889	10929	12323	净利润	352	502	673	854
流动负债	3697	2991	3372	3909	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	990	944	665	600	归属母公司净利润	352	501	671	852
应付款项	1775	1883	2516	3088	EBITDA	827	1055	1274	1510
预收账款	19	21	24	32	EPS (最新摊薄)	0.26	0.37	0.50	0.64
其他	913	144	167	190	主要财务比率				
非流动负债	67	86	73	76		2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	67	86	73	76	营业收入	-13.11%	9.02%	30.09%	21.38%
负债合计	3765	3077	3445	3985	营业利润	-45.95%	39.07%	34.04%	26.96%
少数股东权益	79	80	81	84	归属母公司净利润	-45.33%	42.37%	34.04%	26.96%
归属母公司股东权	6002	6732	7403	8255	获利能力				
负债和股东权益	9845	9889	10929	12323	毛利率	24.14%	26.18%	24.16%	23.32%
					净利率	8.06%	10.53%	10.85%	11.35%
					ROE	5.74%	7.77%	9.39%	10.77%
					ROIC	5.06%	7.47%	9.15%	10.25%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	38.24%	31.12%	31.52%	32.34%
经营活动现金流	5.51	8.81	8.35	9.61	净负债比率	46.56%	30.68%	19.30%	15.06%
净利润	3.52	5.02	6.73	8.54	流动比率	1.08	1.36	1.50	1.64
折旧摊销	3.54	3.77	4.02	4.38	速动比率	0.87	1.05	1.17	1.28
财务费用	0.85	0.90	0.82	0.68	营运能力				
投资损失	(0.31)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.46	0.48	0.60	0.65
营运资金变动	(0.66)	(0.62)	(1.14)	(0.92)	应收帐款周转率	4.09	4.64	5.03	4.88
其它	(1.44)	(0.25)	(2.07)	(3.08)	应付帐款周转率	2.77	3.00	3.34	3.21
投资活动现金流	(5.39)	(4.71)	(4.75)	(4.38)	每股指标(元)				
资本支出	(3.33)	(3.95)	(4.00)	(4.00)	每股收益	0.26	0.37	0.50	0.64
长期投资	(0.42)	(0.04)	0.16	(0.10)	每股经营现金	0.41	0.66	0.62	0.72
其他	(1.64)	(0.73)	(0.92)	(0.28)	每股净资产	4.45	5.02	5.52	6.16
筹资活动现金流	1.69	(6.70)	(3.60)	(1.33)	估值比率				
短期借款	7.98	(0.46)	(2.79)	(0.65)	P/E	31.17	21.90	16.34	12.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.84	1.63	1.48	1.33
其他	(6.30)	(6.24)	(0.81)	(0.68)	EV/EBITDA	1076.78	8.37	6.71	5.36
现金净增加额	1.80	(2.60)	0.00	3.89					

资料来源: wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>